

## 证券研究报告

### 公司研究

### 公司点评报告

#### 金地集团 (600383)

投资评级 买入

上次评级 买入

江宇辉 地产行业首席分析师

执业编号: S1500522010002

联系电话: 18621759430

邮箱: jiangyuhui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 毛利下滑业绩承压, 重启拿地聚焦核心

——金地集团 (600383. SH) 2023 年中报点评

2023 年 8 月 31 日

➤ **营收规模保持正增, 毛利下滑业绩承压。**公司 2023H1 实现营业总收入 368.6 亿元, 同比增长 31.1%, 营收规模保持正增; 实现归母净利润 15.3 亿元, 同比下降 22.2%。公司净利润下降主要原因为: 1) 受市场下行影响, 2023H1 公司结转毛利率下滑至 14.87%; 2) 对联合营企业的投资收益减少, 2023H1 由于房地产市场及行业生存环境尚未修复, 公司合作项目受到一定负面冲击, 投资收益减少 15.5 亿元降至 7.1 亿元, 同比下降 68.59%; 3) 受行业环境影响, 销售费用较去年同期增加 1.1 亿元, 同比增加 12.49%。我们认为一方面公司此前获取高价低利润项目正逐步结算完毕, 另一方面随松绑政策持续落地, 房地产市场有望企稳修复, 因此我们预计公司当前的毛利率水平已处底部, 后续有望通过结算结构和结算周期的调整, 保持结算规模的稳定。随行业信用风险事件逐步化解, 公司融资渠道逐步修复, 叠加放松政策持续出台, 市场整体销售表现逐步企稳, 我们认为公司有望积极重启扩储, 进一步修复销售增速和业绩表现。

➤ **受限于可售货值承压, 2023H1 公司销售排名和销售规模均有所下滑, 亟待补充新增土储。**2023H1 公司实现全口径销售规模 858.2 亿元, 同比下滑 14.7%, 全口径销售面积 471.1 万方, 同比提升 12.4%。销售金额下滑的核心原因在于 2022 年公司投资强度大幅缩减, 新增土储不足。随松绑政策持续落地, 市场逐步企稳复苏, 公司有望凭借核心城市的品牌影响力不断强化深耕优势, 积极重启扩储充分展现销售弹性。今年以来, 尽管由于公司在高能级城市的可售货值承压, 造成其上海、南京、深圳等热点城市的销售排名有所下滑, 但公司销售规模仍屹立于此类城市的第一梯队。我们认为平稳度过行业低谷期后, 公司有望凭借此前积累的品牌优势和产品能力, 充分把握市场复苏带来的销售弹性, 重回销售增长快车道。

➤ **2023 年公司继续严控投资标准, 回归一二线核心城市。**受行业深度调整影响, 公司投资态度回归谨慎, 量入为出开展投资工作, 聚焦核心高能级城市, 加强在上海、杭州等热点城市的深耕力度。2023H1 公司新获取项目投资额约 119 亿元, 同比减少约 33.5%, 新增总土地储备约 85 万方, 同比减少约 45.5%。截至 2023H1, 公司总土地储备 4878 万方, 权益土地储备约 2194 万方, 其中一二线城市占比约 73%。今年以来, 公司在土地市场的竞拍积极性明显提升, 上半年新增上海、杭州、南京、西安、东莞等地合计 9 宗项目。随行业信用风险事件逐步告一段落以及行业融资困境有所缓解, 公司有望在后续继续加大投资力度, 积极补充土地储备。

➤ **财务表现稳健, 融资成本保持合理水平。**三道红线均为绿档, 有息负债规模下降, 融资成本保持合理水平。2023H1 公司净负债率 53.5%, 剔除预收账款的资产负债率为 62.9%, 均处绿档。债务期限结构合理, 长期负债占全部有息负债比重的 62.9%。有息负债规模 1095.9 亿元, 同比下降 15.3%。债务融资加权平均成本为 4.39%。

➤ **盈利预测与投资评级:** 随公司此前获取的高价低利润项目逐步结算完毕, 我们认为公司当前的毛利率水平已处底部空间, 后续有望通过结算结构和结算周期调整, 保持结算规模的稳定。2020-2023H1 受交付结构影响, 公司房地产开发业务毛利率水平由 33.56%下降至 14.87%, 我们预计房地产开发业务毛利率水平已处底部空间, 后续有望逐步回升, 我们预计 2023-2025 年房地产业务结算毛利率水平分别为 17.3%/18.8%/21.7%。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.40/1.84/2.15 元/股, 8 月 31 日股价对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 5.16/3.92/3.36 倍, 维持“买入”评级。

➤ **风险因素:** 地产调控政策收紧或放松不及预期; 行业销售下行幅度超预期;

### 重要财务指标

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	99,232	120,208	124,578	125,989	127,267
同比(%)	18.2%	21.1%	3.6%	1.1%	1.0%
归属母公司净利润 (百万元)	9,410	6,107	6,302	8,291	9,685
同比(%)	-9.5%	-35.1%	3.2%	31.6%	16.8%
毛利率(%)	21.2%	20.7%	17.6%	18.5%	20.5%
ROE(%)	14.9%	9.4%	8.9%	10.5%	10.9%
EPS (摊薄) (元)	2.08	1.35	1.40	1.84	2.15
P/E	3.45	5.32	5.16	3.92	3.36
P/B	0.52	0.50	0.46	0.41	0.37

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 8 月 31 日收盘价

## 目录

1 业绩：营收规模保持正增，毛利下滑业绩承压 .....	3
2 销售：销售表现有待修复，可售货值亟待补充 .....	4
3 土地：严控投资标准，回归核心城市 .....	5
4 融资：财务表现稳健，融资成本保持合理水平 .....	6
预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.40/1.84/2.15 元/股，维持“买入”评级 .....	7
风险因素 .....	7

## 图表目录

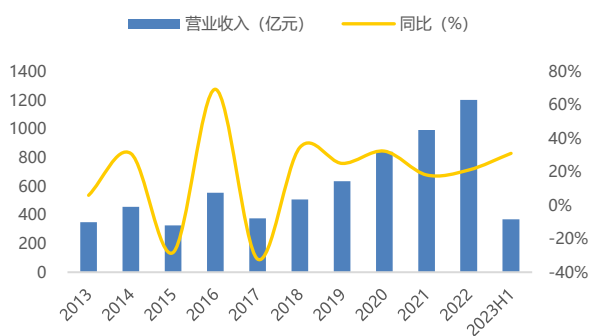
图表 1：金地集团历年营业收入及同比增速 .....	3
图表 2：金地集团历年归母净利润及同比增速 .....	3
图表 3：金地集团历年结算均价及同比增速 .....	3
图表 4：金地集团开工面积及同比增速 .....	3
图表 5：公司全口径销售金额及同比增速 .....	4
图表 6：公司全口径销售面积及同比增速 .....	4
图表 7：公司历年市占率情况 .....	4
图表 8：公司销售均价及同比增速 .....	4
图表 9：金地集团全口径新增土地储备-建面口径 .....	5
图表 10：金地集团全口径新增土地储备-金额口径 .....	5
图表 11：金地集团新增土储投资强度 .....	5
图表 12：金地集团总土储情况 .....	5
图表 13：金地集团有息负债规模 .....	6
图表 14：金地集团债务期限结构 .....	6
图表 15：金地集团有息负债融资渠道 .....	6
图表 16：金地集团境外债内/境外债占比 .....	6
图表 17：公司主要业务盈利预测 .....	7

## 1 业绩：营收规模保持正增，毛利下滑业绩承压

**营收规模保持正增，毛利下滑业绩承压。**公司 2023H1 实现营业总收入 368.6 亿元，同比增长 31.1%，营收规模保持正增；实现归母净利润 15.3 亿元，同比下降 22.2%。公司净利润下降主要原因为：1）受市场下行影响，2023H1 公司结转毛利率下滑至 14.87%；2）对联合营企业的投资收益减少，2023H1 由于房地产市场及行业生存环境尚未修复，公司合作项目受到一定负面冲击，投资收益减少 15.5 亿元降至 7.1 亿元，同比下降 68.59%；3）受行业环境影响，销售费用较去年同期增加 1.1 亿元，同比增加 12.49%。

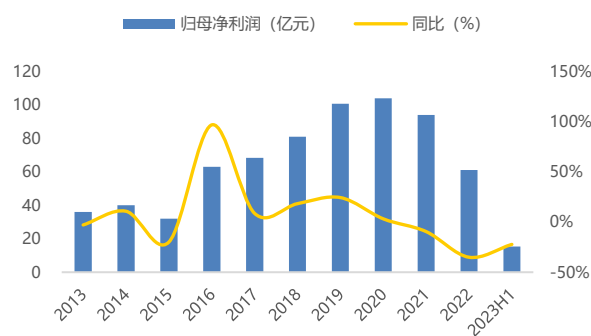
**房地产开发业务毛利率或已触底，结算规模有望保持平稳。**2022 年公司房地产开发业务的毛利率为 19.96%，已处历史相对低位区间，受结算结构的影响，2023H1 公司房地产开发业务的毛利率水平进一步降至 14.87%。我们认为一方面公司此前获取的高价低利润项目正在逐步结算完毕，另一方面随松绑政策持续落地，房地产市场有望企稳修复，因此我们预计公司当前的毛利率水平已处底部位置，后续有望通过结算结构和结算周期的调整，保持结算规模的稳定。随行业信用风险事件逐步化解，公司融资渠道逐步修复，叠加放松政策持续出台，市场整体销售表现逐步企稳，我们认为公司有望积极重启扩储，进一步修复销售增速和业绩表现。

图表 1：金地集团历年营业收入及同比增速



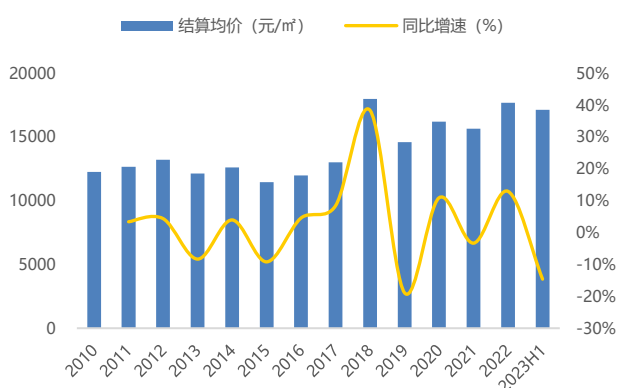
资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 2：金地集团历年归母净利润及同比增速



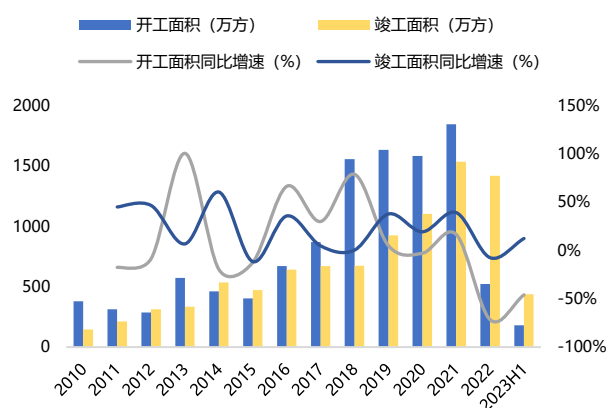
资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 3：金地集团历年结算均价及同比增速



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 4：金地集团开工面积及同比增速



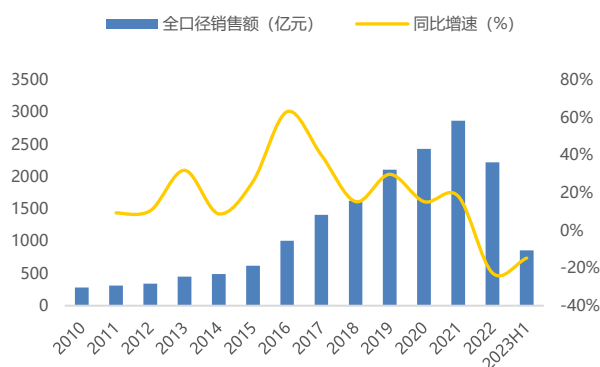
资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

## 2 销售：销售表现有待修复，可售货值亟待补充

受限于可售货值承压，**2023H1** 公司销售排名和销售规模均有所下滑，亟待补充新增土储。**2023H1** 公司实现全口径销售规模 858.2 亿元，同比下滑 14.7%，全口径销售面积 471.1 万方，同比提升 12.4%。销售金额下滑的核心原因在于 2022 年公司投资强度大幅缩减，造成可售货值压力凸显。**2022** 年公司新获取项目投资额约 368 亿元，同比下降约 71.9%，新增总土地储备约 248 万方，同比减少约 84.8%。受可售货值明显缩减的压力影响，公司半年度销售业绩虽仍然保持在行业第一梯队，但销售排名和销售规模均有所下滑。

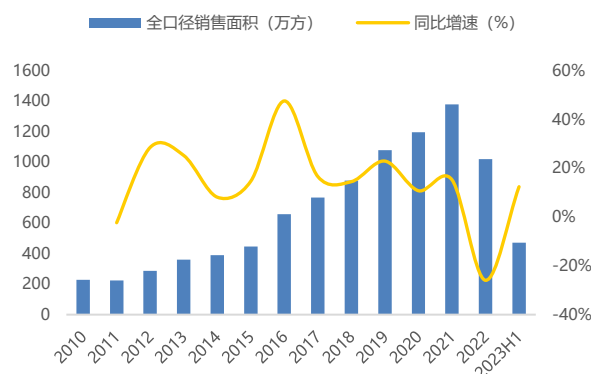
松绑政策持续落地，市场或逐步企稳复苏，公司有望凭借核心城市的品牌影响力不断强化深耕优势，积极重启扩储并充分展现销售弹性。**2022** 年以来，公司策略聚焦高能级热点城市，在多座核心城市销售市占率始终居前。**2022** 年公司在深圳保持流量金额榜亚军席位，在上海全口径销售排名位列前三，在南京销售全口径销售金额排名位列第二。今年以来，尽管受制于公司在高能级城市的可售货值承压，因此在上海、南京、深圳等热点城市的销售排名有所下滑，但公司销售规模仍屹立于此类城市的第一梯队。我们认为在平稳度过行业低谷期后，公司有望凭借此前积累的品牌优势和产品能力，充分把握市场复苏带来的销售弹性，重回销售增长快车道。

图表 5：公司全口径销售金额及同比增速



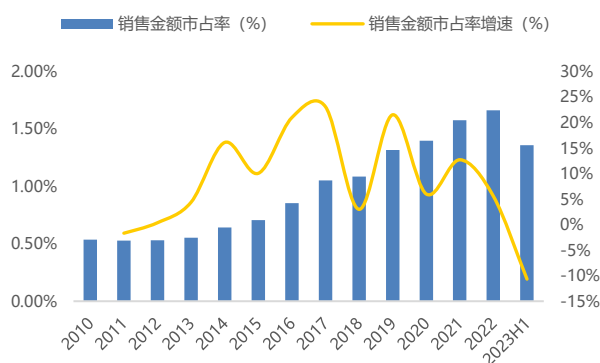
资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 6：公司全口径销售面积及同比增速



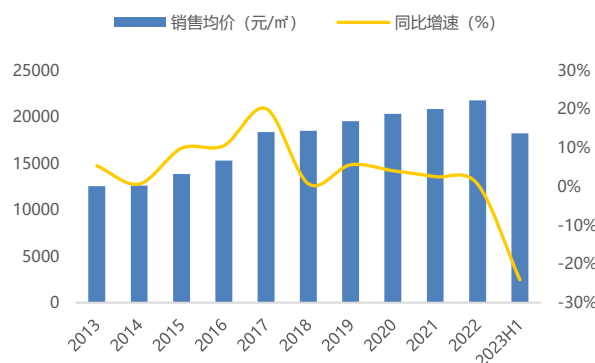
资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 7：公司历年市占率情况



资料来源：公司年报，信达证券研发中心（2023 年公司中报仅披露主要项目情况）

图表 8：公司销售均价及同比增速



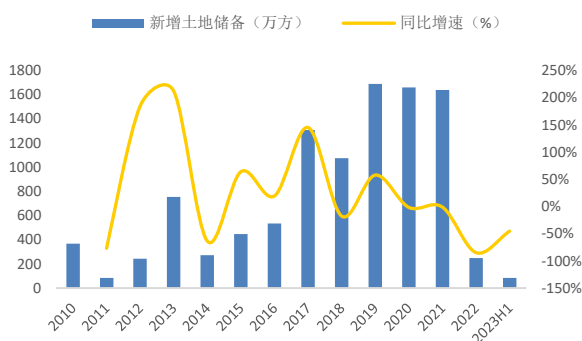
资料来源：公司年报，信达证券研发中心（2023 年公司中报仅披露主要项目情况）

### 3 土地：严控投资标准，回归核心城市

**2023 年公司继续严控投资标准，回归一二线核心城市。**受房地产行业深度调整影响，公司投资态度回归谨慎，量入为出开展投资工作，聚焦核心高能级城市，加强在上海、杭州等热点城市的深耕力度。2023H1 公司新获取项目投资额约 119 亿元，同比减少 33.5%，新增总土地储备约 85 万方，同比减少约 45.5%。截至 2023H1，公司总土地储备 4878 万方，权益土地储备约 2194 万方，其中一二线城市占比约 73%。

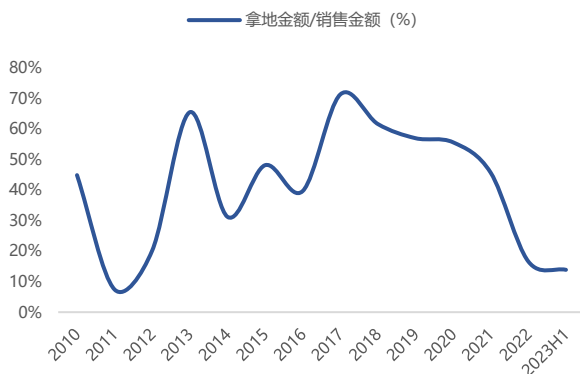
**货值压力凸显，积极重启扩储。**随行业销售逐步回暖和公司销售增速进一步下滑，公司的货值压力已经凸显，公司也在积极重启土地扩储。今年以来，公司在土地市场的参拍积极性明显提升，上半年新增上海、杭州、南京、西安、东莞等地合计 9 宗项目，土地投资额约 119 亿元。随行业信用风险事件逐步告一段落以及行业融资困境有所缓解，公司有望在后续继续加大投资力度，积极补充土地储备。

图表 9：金地集团全口径新增土地储备-建面口径



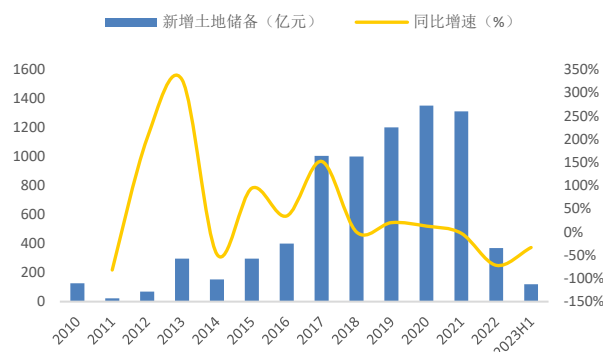
资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 11：金地集团新增土储投资强度



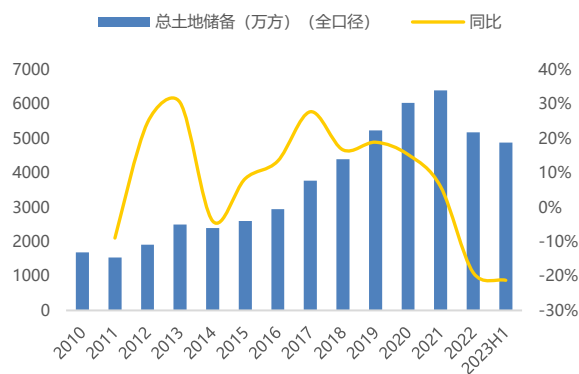
资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 10：金地集团全口径新增土地储备-金额口径



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 12：金地集团总土储情况



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

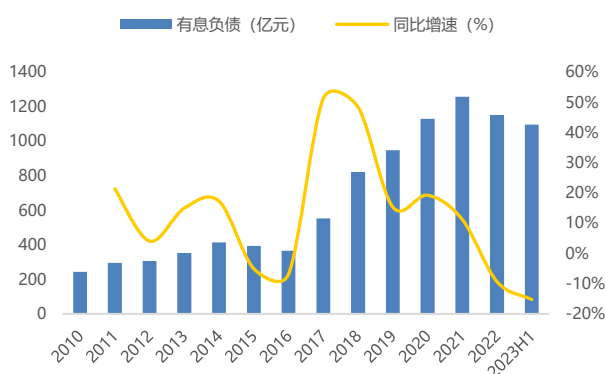


## 4 融资：财务表现稳健，融资成本保持合理水平

三道红线均为绿档，有息负债规模下降，融资成本保持合理水平。2023H1 公司净负债率 53.5%，剔除预收账款的资产负债率为 62.9%，均处绿档。债务期限结构合理，长期负债占全部有息负债比重的 62.9%。有息负债规模 1095.9 亿元，同比下降 15.3%。债务融资加权平均成本为 4.39%。

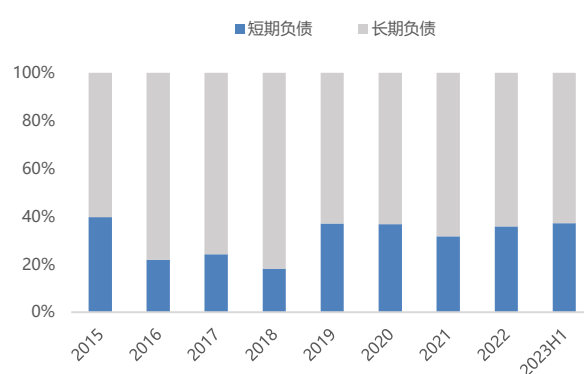
公司高度重视现金流管理，强调销售及时回款，同步探索多元化融资渠道，财务表现安全稳健。2023H1 公司持续通过项目合作、拓宽融资渠道、保持良好的债务结构和资金状况来确保经营的安全稳定性。受行业融资环境收紧的影响，公司在公开市场债务发行规模受限，主要融资渠道为银行信用借款及经营性物业贷。公司在北京、上海、深圳拥有多座办公楼和产业园区等优质商办资产，出租率和租金回报稳定，可用作经营性物业贷抵押物，助力公司进一步拓宽融资渠道。

图表 13：金地集团有息负债规模



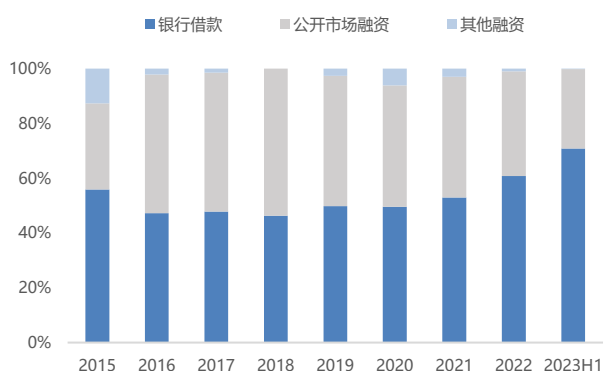
资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 14：金地集团债务期限结构



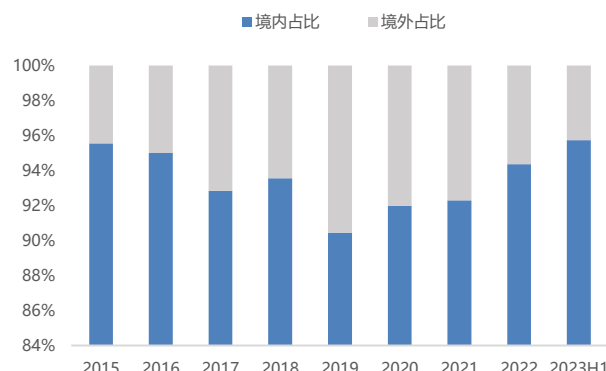
资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 15：金地集团有息负债融资渠道



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图表 16：金地集团境外债内/境外债占比



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

## 预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.40/1.84/2.15 元/股，维持“买入”评级

**盈利预测：**随公司此前获取的高价低利润项目逐步结算完毕，我们认为公司当前的毛利率水平已处底部空间，后续有望通过结算结构和结算周期调整，保持结算规模的稳定。2020-2023H1 受交付结构影响，公司房地产开发业务毛利率水平由 33.56%下降至 14.87%，我们预计房地产开发业务毛利率水平已处底部空间，后续有望逐步回升，我们预计 2023 -2025 年房地产业务结算毛利率水平分别为 17.3%/18.8%/21.7%。

我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.40/1.84/2.15 元/股，8 月 31 日股价对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 5.16/3.92/3.36 倍，维持“买入”评级。

图表 17：公司主要业务盈利预测

指标	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
房地产开发结算收入（亿元）	337	461	574	752	884	1092	1127	1127	1121
同比增速	-35.6%	36.8%	24.6%	31.0%	17.5%	23.6%	3.2%	0.0%	-0.5%
房地产开发业务毛利率	34.0%	43.1%	41.3%	33.6%	19.7%	20.0%	17.3%	18.8%	21.7%
营业收入（亿元）	377	507	634	840	992	1202	1246	1260	1273
同比增速	-32.2%	34.6%	25.1%	32.4%	18.2%	21.1%	3.6%	1.1%	1.0%
毛利率	15.6%	21.1%	21.3%	19.2%	8.5%	10.2%	17.6%	18.5%	20.5%
归母净利润（亿元）	68	81	101	104	94	61	63	83	97
EPS（摊薄）（元）	1.52	1.79	2.23	2.30	2.08	1.35	1.40	1.84	2.15

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

## 风险因素

- 1）房地产调控政策收紧或放松不及预期；
- 2）地产行业下行幅度超预期。

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	313,984	374,344	355,694	383,887	营业总收入	120,208	124,578	125,989	127,267
货币资金	54,507	91,315	95,935	119,102	营业成本	95,239	102,658	102,697	101,145
应收票据	3	38	3	38	营业税金及附加	3,850	3,995	4,041	4,082
应收账款	1,539	1,576	1,504	1,324	销售费用	2,830	3,189	4,032	3,818
预付账款	1,585	2,125	1,917	1,991	管理费用	5,054	4,734	6,299	5,854
存货	151,004	161,197	149,943	140,954	研发费用	185	249	403	318
其他	105,347	118,093	106,391	120,478	财务费用	846	1,348	-299	-495
非流动资产	105,399	109,877	114,489	119,310	减值损失合计	-3,690	-1,476	-1,181	-118
长期股权投资	66,060	70,560	75,260	80,160	投资净收益	3,974	4,983	8,189	6,363
固定资产（合计）	1,336	1,391	1,325	1,286	其他	473	234	190	-820
无形资产	29	28	27	26	营业利润	12,961	12,146	16,014	17,971
其他	37,975	37,898	37,877	37,839	营业外收支	119	0	0	0
资产总计	419,383	484,220	470,183	503,198	利润总额	13,080	12,146	16,014	17,971
流动负债	221,183	277,788	251,819	269,601	所得税	3,913	3,035	4,082	3,774
短期借款	2,906	3,006	3,206	3,406	净利润	9,166	9,111	11,932	14,197
应付票据	50	30	50	29	少数股东损益	3,059	2,809	3,641	4,512
应付账款	33,629	45,197	33,660	44,005	归属母公司净利润	6,107	6,302	8,291	9,685
其他	184,598	229,555	214,904	222,161	EBITDA	9,227	10,330	9,041	13,653
非流动负债	81,944	81,944	81,944	81,944	EPS（当年）（元）	1.35	1.40	1.84	2.15
长期借款	51,532	51,532	51,532	51,532	现金流量表				
其他	30,412	30,412	30,412	30,412	单位：百万元				
负债合计	303,126	359,732	333,762	351,545	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	51,027	53,836	57,478	63,025	经营活动现金流	19,907	41,225	4,988	25,598
归属母公司股东权益	65,230	70,652	78,943	88,628	净利润	9,166	9,111	11,932	14,197
负债和股东权益	419,383	484,220	470,183	503,198	折旧摊销	599	343	334	352
重要财务指标					财务费用	3,807	3,801	3,810	3,822
单位：百万元					投资损失	-3,974	-4,983	-8,189	-6,363
主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	营运资金变动	7,392	31,478	-4,080	12,437
营业总收入	120,208	124,578	125,989	127,267	其它	2,917	1,476	1,181	1,153
同比(%)	21.1%	3.6%	1.1%	1.0%	投资活动现金流	-2,407	163	3,242	1,190
归属母公司净利润	6,107	6,302	8,291	9,685	资本支出	-692	-320	-247	-273
同比(%)	-35.1%	3.2%	31.6%	16.8%	长期投资	-6,305	-4,500	-4,700	-4,900
毛利率(%)	20.7%	17.6%	18.5%	20.5%	其他	4,590	4,983	8,189	6,363
ROE(%)	9.4%	8.9%	10.5%	10.9%	筹资活动现金流	-27,744	-4,580	-3,610	-3,622
EPS（摊薄）（元）	1.35	1.40	1.84	2.15	吸收投资	2,630	-265	0	0
P/E	5.32	5.16	3.92	3.36	借款	41,319	100	200	200
P/B	0.50	0.46	0.41	0.37	支付利息或股息	-9,717	-4,415	-3,810	-3,822
EV/EBITDA	11.84	5.69	6.02	2.30	现金净增加额	-10,160	36,808	4,620	23,166



## 研究团队简介

**江宇辉**，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。